

学校编码: 10384 分类号\_\_密级\_\_

学号: 15620111151974 UDC\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

管理者过度自信、创新投入与企业价值

——基于我国制造业的实证研究

Managerial Overconfidence, Innovation Investment and  
Firm Value

——An Empirical Study Based on Manufacturing Industry

彭珊

指导教师姓名: 黄娟娟 副教授

专 业 名 称: 投资学

论文提交日期: 2014 年 3 月 20 日

论文答辩时间: 2014 年 5 月 16 日

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

年 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

## 论文摘要

近年来，随着行为公司金融的兴起，人们开始关注管理者过度自信对企业各项财务决策的影响，并就其对企业价值的影响进行了相关讨论。但过度自信的高管是否会提高企业价值，这一心理特征又是通过什么渠道影响到企业价值的，学术界仍然没有达成一致的结论。本文以此为出发点，在对前人文献和理论整理的基础上，就过度自信与企业价值之间的相关关系及影响渠道进行研究，将创新投入作为企业投资决策的一部分引入模型。本文从 2007 年至 2012 年在上海和深圳 A 股市场挂牌交易的制造企业中，筛选出符合标准的公司作为样本，运用多元线性回归模型，来探讨管理者过度自信对企业价值的影响，以及创新投入是否能成为管理者过度自信与企业价值之间的影响渠道问题。

实证结果表明：第一，管理者较高水平的过度自信对企业价值有正向影响。第二，管理者过度自信与创新投入之间显著正相关，在现金流量高的制造企业中，这种效应更加明显。第三，创新投入越多，当年的企业价值越高，创新投入这种效应具有短期滞后性。第四，管理者过度自信所带来的创新投入会转化为未来一年和未来两年的企业价值。

根据研究结论，本文建议企业理性地对待管理者过度自信这种行为特征，在日常的经营管理过程中建立有效的激励约束机制，避免管理者因过度自信给企业带来的不利后果，强化过度自信对企业的正面影响，从而达到企业价值最大化的目的。

本文拓展了过度自信与企业价值方面的研究，丰富了投资决策和行为公司金融方面的经验证据，具有一定的理论和实践意义。

**关键词：**过度自信；创新投入；企业价值

## Abstract

With the prospering of behavioral corporate finance, people start to focus on the psychological characteristics of managerial overconfidence and their influence on the firm value as well as the corporate financial decisions. However, it has not reached a conclusion, whether overconfidence would improve the firm value and how overconfidence influenced it. In this article, we analyzed the relationship and influence pattern between overconfidence and firm value, while innovation investment was introduced as a part of corporate investment decision. Qualified companies were selected from the list of manufacturing companies traded in Shanghai and Shenzhen Stock Exchange from 2007 to 2012, whose analysis were made using the multiple linear regression model, in order to determine the influence of managerial overconfidence on the firm value and whether the innovation investment could actually be an influence pattern problem between them.

The conclusions are as follows: Firstly, managerial overconfidence had positive influence on the firm value. Secondly, there was a significant positive correlation between managerial overconfidence and the innovation investment, especially companies with high cash flow. Thirdly, the more the innovation investment, the higher the firm value in that year, which exhibited lagging in a short period. Lastly, the innovation resulted from managerial overconfidence, could in turn be transformed into the firm value in the coming one or two years. Thus, it is suggested that firms should rationally treat managerial overconfidence. Set up an effective incentive and restraint mechanism for the managers, to avoid managerial overconfidence bringing bad impact on the firm and strengthen the positive impact.

This article broadens the research over overconfidence and firm value, enriches the empirical proof on investment decisions and behavioral corporate finance, which is important both theoretically and practically.

**Key Words:** Overconfidence; Innovation Investment; Firm Value

# 目 录

1 绪论 .....	1
1.1 选题背景及问题提出.....	1
1.2 研究意义与研究方法.....	3
1.3 研究内容与研究框架.....	4
1.4 论文创新性.....	6
2 文献综述 .....	7
2.1 管理者过度自信的提出.....	7
2.2 管理者过度自信与企业价值的相关关系研究.....	8
2.3 影响管理者过度自信与企业价值二者关系的因素.....	10
2.4 创新投入与企业价值的相关关系研究.....	15
3 理论分析与研究假设 .....	18
3.1 理论分析.....	18
3.2 研究假设.....	19
4 研究设计 .....	22
4.1 数据来源和样本选择.....	22
4.2 变量设计及说明.....	22
4.3 实证模型的构建.....	28
5 实证分析 .....	29
5.1 描述性统计分析.....	29
5.2 组间均值比较分析.....	29
5.3 相关分析.....	31
5.4 多元线性回归分析.....	32
5.5 稳健性检验.....	39

6 结论 .....	42
6.1 研究结论与意义.....	42
6.2 研究不足与未来的改进.....	44
参考文献 .....	45
致谢语 .....	48

厦门大学博硕士论文摘要库

# CONTENTS

1 Preface .....	1
1.1 Topics Background and Issues .....	1
1.2 Research Significance and Methods .....	3
1.3 Arrangement and Framework .....	4
1.4 Innovations of Research .....	6
2 Literature Review .....	7
2.1 The Origin of Managerial Overconfidence .....	7
2.2 Managerial Overconfidence and Firm Value .....	8
2.3 Factors Affecting The Relationship Between Managerial Overconfidence and Firm value .....	10
2.4 Innovation Investment and Firm Value .....	15
3 Theoretical Analysis and Research Assumptions .....	18
3.1 Theoretical Analysis .....	18
3.2 Research Assumptions .....	19
4 Study Design .....	22
4.1 Sample Selection .....	22
4.2 Variables Definition and Measurement .....	22
4.3 Model Set .....	28
5 Empirical Analysis .....	29
5.1 Descriptive Statistics of Variables .....	29
5.2 Mean Comparative Analysis .....	29
5.3 Relevance Analysis of Variables .....	31
5.4 Regression Results and Analysis of Models .....	32
5.5 Stability Test .....	39
6 Conclusion .....	42



6.1 Conclusion and Significance.....	42
6.2 Study Limitations and Future improvement .....	44
Reference .....	45
Acknowledgements.....	48

厦门大学博硕士论文摘要库

# 1 绪论

## 1.1 选题背景及问题提出

20 世纪 50 年代以来,关于公司财务决策理论的研究往往建立在“理性经济人”<sup>①</sup>的基础上。Fama (1965) 提出了有效市场假说 (EMH), 他认为市场中资产的价格能反映所有可以获得的信息, 并将资本市场分为弱式有效、半强式有效和强式有效。该学说成为传统财务学的基础。随着研究的不断深入, 传统的公司金融理论并不能很好地解释“小公司效应”(Banz, 1981)、“星期一效应”(French, 1980; Gibbons 和 Hess, 1981) 等异常行为。因此, 学术界对有效市场假说提出的“理性人”假设表示质疑。其实早在 1978 年西蒙就对“理性经济人”的假设进行了修正, 提出了决策人的“有限理性”, 即决策人并不是完全意义上的“理性人”, 他们在决策过程中往往容易受到主观心理因素的影响, 或者受到外界的干扰, 而做出不同于传统财务理论的各类决策。Kahneman 和 Tversky (1979) 提出了著名的期望理论, 为行为公司金融学奠定了理论基础。1985 年 Thaler 对股票市场是否出现了过度反应进行了探讨, 由此学术界逐渐开始重视和研究行为金融学, 这就是行为金融学的开端。

在行为金融学中, 过度自信被认为是决策心理学中最稳健的发现。大量的心理学研究表明, 人们总是对自己掌握知识、分析问题和决策能力过度自信, 倾向于高估成功的几率而低估失败的几率。Roll (1986) 开创性地提出了管理者“狂妄自大”假说, 从此拉开了管理者过度自信研究的序幕。Russo 和 Schoemaker (1992) 通过研究发现, 有 99% 以上的管理者更倾向于忽视企业客观的经营情况, 而对自己的经营管理能力和企业的获利能力表现出过度自信的特征, Camerer 和 Lovo (1999) 也指出, 大多数企业家坚信自己的各项能力高于其竞争对手。

过度自信普遍存在于企业管理层中, 自然而然会对企业的各项决策产生影

---

<sup>①</sup> 理性经济人假定是西方经济学家在做经济分析时关于人类经济行为的一个基本假定, 意思是作为经济决策的主体是理性的, 他们所追求的目标都是使自己的利益最大化。

响。Heaton (2002), Malmendier 和 Tate (2005a, 2005b) 等认为管理者过度自信会影响企业的投资决策, Ben-David、Graham 和 Harvey (2007), Landier 和 Thesmar (2009) 等认为管理者过度自信会影响企业融资行为和资本结构选择, 而 Doukas 和 Petmezas (2006)、Malmendier 和 Tate (2008) 则认为过度自信的高管会给企业带来更多的并购, 尤其是多元化的并购。

那这种财务决策的变化是否会影响到企业的价值呢? 从理论上说, 企业价值是企业未来的现金流量折算到现在的价值, 未来现金流越多, 企业价值就越大; 未来现金流越少, 企业价值就越小。企业财务决策作为企业重要决策之一, 会给企业未来带来不同的现金流量和不同大小的风险, 进而改变企业价值的大小。由此可见, 管理者过度自信对企业的财务决策有一定的影响, 并且由此会影响到企业的价值。但关于过度自信是如何影响企业价值的, 目前学术界尚未达成统一意见。Bernardo 和 Welch (2001), Gervais、Heaton 和 Odean (2003), 杨扬、马元驹和朱小平 (2011) 等人认为管理者过度自信会提高企业价值, 相反, Roll (1986), Malmendier 和 Tate (2008), 郝颖、刘星和林朝南 (2005) 等人则认为管理者过度自信会损害企业价值, 而 Weinberg (2006)、Goel 和 Thankor (2008)、叶蓓和袁建国 (2008) 则认为一定限度内的过度自信可以促使企业价值提升, 而超过一定程度的过度自信会破坏企业的价值。那到底管理者过度自信对企业价值是如何影响的? 又是通过什么机制影响的? 这成为本文研究的出发点。

Galasso 和 Simcoe (2011)、Hirshleifer et al. (2012) 指出, 过度自信的管理者会推动企业创新, 这种创新表现在更多的专利产出, 但关于这种专利产出是否会转化为企业价值, 文章中并没有提及。这成为本文的启发点。既然管理者过度自信会带来更多的创新产出, 那么这是否意味着管理者的过度自信与企业创新投入之间存在必然的关系呢? 而且, Lev 和 Sougiannis (1996), 罗婷、朱青和李丹 (2009) 等学者又证明了 R&D 投入能促进企业业绩的提升, 并且这种促进作用通常具有滞后效应, 这是否说明管理者过度自信所带来的创新投入会提高企业价值呢? 对未来的企业价值是否也有作用呢? 管理者过度自信是否会通过企业创新投入来使企业价值发生变化呢? 创新投入是否可以充当管理者过

度自信与企业价值之间的桥梁呢？本文将对这些问题进行一一探讨和研究。

## 1.2 研究意义与研究方法

### 1.2.1 研究意义

理论方面，随着行为公司金融的兴起，人们开始关注管理者过度自信这一心理特征对企业财务决策的影响，并就其对企业价值的影响进行了相关讨论。但过度自信的高管是否会提高企业价值，又是通过什么渠道影响到企业价值的，学术界关于这方面的探讨仍然存在不足。本文以此为出发点，就过度自信与企业价值之间的影响渠道进行研究，将创新投入作为企业投资决策的一部分引入模型，进一步拓展了过度自信与企业价值方面的研究，为行为公司金融理论提供了新的经验证据，具有较强的理论意义。

实践方面，公司经营的目标是价值最大化，管理者作为公司决策的主体，其个人性格和行为特征对企业价值有着重大的影响。由于管理者各方面背景和经历通常好于普通员工，他们更容易出现过度自信的行为特征。因此，通过研究管理者过度自信对企业价值的影响途径，可以为管理者的选择、激励和制约机制提供有益的思路。同时，探讨管理者过度自信与企业价值间的关系，有利于企业正确地对待过度自信的管理者，帮助管理者找到提高企业利润的方法，实现企业价值最大化的目标。

### 1.2.2 研究方法

第一是理论分析法。本文回顾了管理者过度自信理论和企业创新理论，就管理者过度自信、企业创新与企业价值等相关文献进行总结和评述，以此建立管理者过度自信、创新投入与企业价值的理论架构，在评价、归纳前人既有研究成果的基础上，提出研究假设，选取检验三者之间关系的研究方法，并确定量化指标。

第二是实证分析法。本文根据理论研究所构建的逻辑框架，首先从 2007 年至 2012 年在上海和深圳 A 股市场挂牌交易的制造企业中，筛选出符合标准的公

司作为样本，对样本中相关指标进行描述性统计分析。其次对解释变量、被解释变量和控制变量进行相关分析，检验其是否存在多重共线性。再次，运用多元线性回归模型对管理者过度自信、创新投入与企业价值三者之间的关系进行深入分析，验证研究假设，并用指标替换进行稳健性检验，得出研究结论。最后，提出研究不足及未来的改进之处。

## 1.3 研究内容与研究框架

### 1.3.1 研究内容

本文基于行为金融学理论，在对前人文献整理和理论分析的基础上，探讨管理者过度自信对企业价值的影响，以及企业创新投入是否能成为管理者过度自信与企业价值之间的影响渠道的问题。全文首先对管理者过度自信与企业价值之间的关系进行讨论，与现有文献的结论进行对比。然后引入企业创新投入这一因素，深入探讨管理者过度自信与企业创新的关系，并研究分析企业创新投入在管理者过度自信与企业价值之间的作用是加强还是减弱。最后对所得结论进行归纳和总结，并给出了相关建议。

### 1.3.2 研究框架

第一部分是绪论，主要介绍本文的选题背景和问题提出、研究意义与研究方法、研究内容与框架以及本文的创新性。

第二部分是文献综述，这部分从管理者过度自信的提出、管理者过度自信与企业价值、影响管理者过度自信与企业价值二者关系的因素以及创新投入与企业价值四个方面对国内外文献进行梳理，并作简要评述。

第三部分为研究假设，本文在总结和评价前人研究成果的基础上，提出四个研究假设，选取检验三者之间关系的研究方法，并确定被解释变量、解释变量以及控制变量。

第四部分是研究设计，依前文所述的理论架构及研究方法，从2007年至2012年在上海和深圳A股市场挂牌交易的制造企业中，筛选出符合标准的公司作为

样本，运用多元线性回归模型对管理者过度自信、创新投入与企业价值的关系进行深入分析。

第五部分为实证结果分析，针对前文所得出的研究结果进行分析总结。此外，再对指标进行替换，进行稳健性检验，验证模型结果的可靠性。

第六部分为结论，本文通过实证研究得出研究结论，并分析研究意义。该部分还指出了本文的研究不足之处和未来的改进空间。

研究的技术路线图如下：

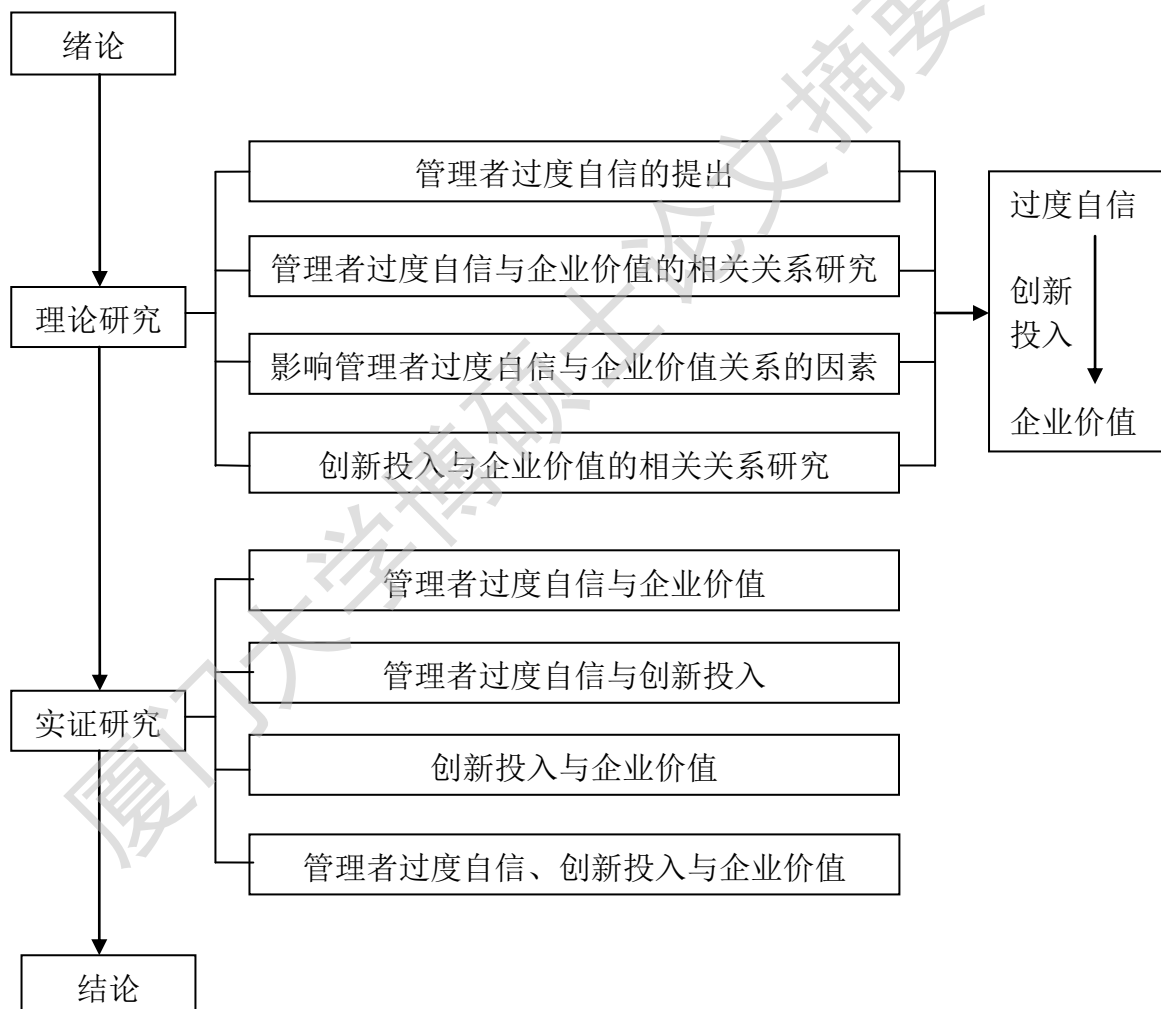


图 1 研究的技术路线图

## 1.4 论文创新性

一是本文拓展了管理者过度自信与企业价值二者关系方面的研究。在国内外文文献中，关于这方面的研究尚不成熟，现有的研究并没有得到稳定一致的结果。本文将从直接关系和间接关系两方面进行研究和探讨，弥补现有文献的不足。

二是本文引入了创新投入这一因素。目前国内关于管理者过度自信对创新投入的影响方面的文章较少，本文就这方面进行深入探讨与分析，并研究了企业创新投入对管理者过度自信影响企业价值过程中的调节作用，选题角度新颖。

## 2 文献综述

### 2.1 管理者过度自信的提出

过度自信最早起源于社会心理学中的“优于常人”效应。这种效应认为，当个体评估自己的相关技能时，他们倾向于认为自己高于平均水平(Langer, 1975; Svenson, 1981; Alicke, 1985)。过度自信一般以两种方式表现：一种是认知偏差。个体对高概率事件发生的概率估计偏高，对低概率事件发生的概率估计偏低；另一种是估值的置信区间出现偏差。过度自信的个体用于估计数的置信区间过窄。随后，Miller 和 Ross (1975) 研究表明由于个体渴望成功，当有好的结果时，他们往往将其归功于自身的行动，当出现不好的结果时，他们多数认为自己运气不佳。Larwood 和 Whittaker (1977) 发现管理层似乎特别容易出现过度自信的心理特征。

1986 年 Roll 首次将过度自信与企业并购决策联系起来，提出了管理者“狂妄自大”假说，将管理者的“狂妄自大”应用于企业的并购行为中，解释了并购行为中目标企业受益而非收购方受益的现象。随后，一系列关于管理者过度自信的研究开始展开。Cooper、Woo 和 Dunkelberg (1989) 对 2994 个企业家的调查结果显示，81% 的人认为自己的企业存活的可能性大于 70%，并且 33% 人认为自己的企业肯定会存活。Gervais 和 Odean (2001) 指出在成为企业的经营管理者后，管理者会变得更加自信，他们往往会高估收益的机会，并将成功归于自身的能力。那到底什么是管理者过度自信呢？

学术界关于过度自信的描述有不同的说法。Roll (1986) 用“狂妄自大”来描述管理者过度自信。Heaton (2002) 将高估企业业绩向好的概率而低估企业业绩转差的概率的管理者定义为“乐观”的管理者，主要是因为人们往往认为自己可以控制事情的结果。Gervais、Heaton 和 Odean (2002) 又进一步区分了“过度自信”和“乐观”，并将“乐观”定义为管理者坚信未来将会比实际上要好，



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库